

国有企业高管分成薪酬激励的实证分析

李 婷 王 蓉

(沈阳化工大学,辽宁 110142)

内容提要: 本文选取 2015 年—2019 年沪深两市 A 股国有上市公司的面板数据,用薪酬绩效敏感度来体现分成薪酬激励,利用固定效应模型及分组回归检验,实证考察国有企业不同类型高管的分成薪酬激励情况,比较分析不同功能类别和不同层级控制的国有企业在分成薪酬激励的异质性。研究发现:第一,国有上市公司不同类型高管的分成薪酬激励均显著为正,但董事长、总经理的分成薪酬激励不存在显著差异;第二,不同功能类别和不同层级控制的国有企业在分成薪酬激励方面存在显著差异,竞争性国有企业高管的分成薪酬激励程度显著高于非竞争性国有企业,地方国有企业高管的分成薪酬激励程度显著高于中央国有企业。

关键词: 国有企业高管 功能与层级分类 分成薪酬激励 薪酬绩效敏感度

中图分类号: F270.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-9544(2021)07-0097-11

一、引言

国有企业改革一直是中国经济体制改革的重要环节,经过多年发展,国有企业已初步建立了现代企业制度,企业经营效率大幅提升,市场竞争力不断增强,但高管薪酬激励机制不完善仍然是困扰国企效率提升的老大难问题。如何设计完善的薪酬激励机制,有效激发国企高管人力资本潜在价值,全面提升国企经营水平,是国企改革进一步深化过程中必须认真思考的问题。

对于公司高管的薪酬激励问题,已有文献研究主要在高管薪酬的形式与效果两大领域展开。高管

薪酬形式大体可归结为固定、定额与分成薪酬制三种。这种三分法最早源于 Cheung(1969)的佃农理论,是基于交易成本与风险分担视角讨论理性的地主与佃农在固定、定额与分成租约三种形式下的博弈,开创性地提出分成租约是地主与佃农理性权衡后的均衡结果。刘泽双和白霞(2008)认为企业的薪酬安排形式应根据企业的发展阶段与经营战略而定。肖坤(2014)认为不同的高管薪酬安排形式各有利弊,完善的薪酬契约设计应是涉及高管激励与约束兼容的合同。王蓉等(2020)基于引入要素异质性条件后的佃农理论,成功阐释了在国企高管人力资本异质性情形下,分成契约能够有效激励国企高

[收稿日期] 2021-03-22

[作者简介] 李婷,经济与管理学院产业经济学硕士研究生,研究方向为产业组织理论;王蓉(通讯作者),经济与管理学院副教授,经济学博士,硕士生导师,主要研究方向为产业组织理论。

[基金项目] 本文系辽宁省社会科学规划基金项目“辽宁省老工业基地传统动力衰减原因分析及培育新动力路径研究”(项目编号 L17MGC011);辽宁省教育厅项目“佃农理论在国有企业委托代理合约最优选择中的应用研究”(项目编号 WFD2017002)阶段性成果。

管,成为双方共赢的均衡结果。

关于高管薪酬激励效果的研究,已有文献主要存在以下三种观点。一是认为高管薪酬激励对企业经营效率有积极的正向作用(Murphy,1985;Kevin,2011;张燕红,2016;蒋泽芳和陈祖英,2019);二是认为高管薪酬激励作用不显著(Tosi等,2000;Firth等,2006;李增泉,2000;谌新民和刘善敏,2003);三是少部分学者认为高管薪酬激励作用为负,如Joyce(2001)研究发现高管薪酬的增加反而带来企业绩效的下降。国内外学者对于高管薪酬激励结果的研究,尚未得出一致结论。一个主要原因是没有充分考虑企业所有制差异的约束限制。已有文献研究表明,高管薪酬激励效果在国有企业与非国有企业之间存在明显差异(刘绍妮和万大艳,2013)。进一步针对国有企业的研究文献表明,不同功能类别(曲亮等,2016)和不同层级控制(赵金鑫和金鹏剑,2019)的国企在高管薪酬激励方面存在异质性。国企高管身份的特殊性(石冠儒,2017)以及高管薪酬激励形式的多样性等表明,分类研究国企高管的薪酬激励是必要的。

自2015年以来,中央政府逐步开展各层级各领域国企高管的薪酬结构体系改革。改革后国企高管的薪酬由三部分构成,其中基本年薪是与职位相匹配的固定收入,绩效年薪和任期激励收入是根据高管年度绩效与任期绩效考核确定,且占比较大,相当于分成薪酬。各国企对任期激励收入发放时间存在差异,有每两年一发,有每三年一发,存在统计困难。同时由于国企极少披露董事长、总经理等高管的薪酬结构,囿于数据的不可获得性,无法将固定、分成薪酬清晰地分解剖析,打开国企高管薪酬结构的“黑匣子”。故退而求其次,用薪酬绩效敏感度来体现分成薪酬激励,以此探究国企不同类型高管的分成薪酬激励情况。简化分析,国企高管的薪酬(w)可表示为: $w = \bar{w} + \beta y$,其中 \bar{w} 为固定薪酬, y 为国企高管的产出,通常以公司绩效等指标表示。 β 为薪酬绩效敏感度,薪酬绩效敏感度越大,国企高管按薪

酬契约从绩效增加中分得的比例越高,薪酬与绩效的关联程度越强,越能激励国企高管增加人力资本投入、提高国企的经营管理效率。

本文以2015年-2019年间沪深两市A股国有上市公司为研究样本,选取董事长、总经理分别作为公务员型高管、职业经理人型高管的代表,利用固定效应模型及分组回归检验,实证考察国有企业不同类型高管的分成薪酬激励情况,比较分析不同功能类别和不同层级控制的国企在分成薪酬激励方面的差异性特征。本文可能的贡献是:一是从理论与实证两方面探析了国企不同类型高管分成薪酬激励的效果。现有同类研究大多用经营者/董监高前三名薪酬总额的自然对数或均值作为薪酬激励的代理变量,从总体上研究国企高管薪酬激励机制,但不同类型高管在国企中的职责分工、选聘考核与分配机制均有差异,因此,分类研究国企高管的分成薪酬激励是必要的。二是实证考察了不同功能类别和不同层级控制的国有企业在分成薪酬激励方面的异质性,以期为优化不同类型国企高管分成薪酬激励契约设计提供经验数据支持。

二、理论分析与假设命题

(一)国有企业高管类型及其分成薪酬激励

据国资委与人社部的职责划分标准,国企高管可分为两类:一类是总经理、总裁等职业经理人性质的,主要按照市场化原则进行选聘,负责国企的日常经营活动。另一类是董事长、党委(党组)书记等公务员性质的高管,由国资委或组织部派遣与任命,承担公司决策与监督职责。由于两类高管在职责分工与选聘考核机制存在差异,因此分成薪酬的激励侧重点也是不同的。自2016年试点实施职业经理人制度以来,总经理类国企高管的市场化选聘与考核机制渐趋成熟,体现市场化绩效激励的分成薪酬对此类高管潜在人力资本价值的激发效果更为显著。对于董事长类公务员型国企高管而言,鉴于公务员内部存在一种锦标赛式的政治晋升

竞争关系,其潜在人力资本价值的激发程度更多由政治晋升空间与机会决定,因此,政治晋升激励比薪酬分成激励对公务员型高管更具吸引力,即分成薪酬激励效果相对较弱。基于此,本文提出以下假设:

假设命题 1: 国有企业不同类型高管的分成薪酬激励存在差异,总经理类职业经理人型高管的分成薪酬激励程度高于董事长类公务员型高管。

(二)分成薪酬激励在不同类型国有企业的异质影响

1. 不同功能类别的国有企业与分成薪酬激励。国有企业所属功能类别不同,其所承担的发展目标、社会责任、政府任务等方面也存在差异。学术界对国有企业的功能分类存在两种观点。一是三分法,将国企分为商业竞争类、特定功能类与公益类三类(黄群慧,2015;魏明海等,2017;陈霞等,2017)。二是两分法,将国企划分为竞争性和非竞争性两类(邵宁,2012;鄢伟波和邓晓兰,2019;李禹桥和陈林,2020)。竞争性国企与商业竞争类国企的概念颇为相似,而非竞争性国企主要涵盖公益类和特定功能类国企。究其本质,这两种观点并无实质性差异,只是侧重点略有区别。为了便于分析比较,本文采取两分法观点,其中竞争性国企内涵界定主要借鉴魏峰和荣兆梓(2012)、聂海峰和岳希明(2016)确定的竞争性行业标准,其他则归于非竞争性国企类别。

竞争性国企的市场化程度较高,其生存和发展主要取决于市场竞争。因此竞争性国企高管的薪酬水平主要由企业经营业绩决定,其薪酬结构中绩效分成指标占比较大。也就是说,竞争性国企高管的分成薪酬激励程度较高,经营业绩的提升会显著提高高管的薪酬水平。非竞争性国企的经营关系到国计民生与社会稳定,承担着国家战略性任务和社会责任,对该类企业的绩效考核,社会效益目标更重于经济效益目标。因此,非竞争性国企高管的薪酬结构中绩效分成指标占比相对较弱,企业经营业绩

与高管薪酬水平相关性小。非竞争性国企的功能定位表明,这类国企高管的行政色彩更为浓厚,相对于分成薪酬激励来说,高管更适合行政晋升激励。鉴于此,本文作出如下假设:

假设命题 2: 相较于非竞争性国有企业,竞争性国有企业高管的分成薪酬激励程度更高。

2. 不同层级控制的国有企业与分成薪酬激励。不同层级控制的国有企业在人事选拔、薪酬激励偏好等方面存在差异。央企高管一般由组织部门委派,拥有较多政治资源和升迁机会,偏好追求更大的政治晋升空间,因此,相对于分成薪酬激励,行政晋升激励对其作用更显著。地方国企高管的选拔方式较为多元化,且行政提拔存在较为明显的“天花板效应”,压缩了其通过政治升迁谋求最大效用的空间。因此,对于地方国企高管而言,在行政晋升激励受限的情况下,分成薪酬激励对激发高管潜在人力资本价值,提高国企经营管理效率就变得尤为重要。鉴于此,本文作出如下假设:

假设命题 3: 相较于中央国有企业,地方国有企业高管的分成薪酬激励程度更高。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

2015 年以来,中央政府开始进行国企高管的薪酬结构改革。因此本文以 2015 年-2019 年间沪深两市 A 股国有上市公司为研究样本,选取董事长、总经理分别作为公务员型高管与职业经理人型高管的代表,据此探究现阶段我国上市国企的分成薪酬激励现状。

为保证研究样本的准确性,本文按照研究惯例对初选样本进行了一系列筛选:(1)鉴于金融行业会计处理等方面的特殊性,剔除金融保险类上市国企;(2)考虑到 ST、ST* 上市国企财务数据方面的异常,予以删除;(3)剔除数据缺失严重及关键数据缺失的样本。最终获得 1426 个有效样本观测值。本文的研究数据主要来自 CSMAR 数据库和 iFinD 数据

库及公司年度财务报告,此外为缓解极端值的影响,本文在回归分析时,对所有连续变量进行了双尾 1%的 Winsorize 缩尾处理。

(二)研究变量定义

1.被解释变量。高管薪酬总额(Wage),分别用董事长(Wage_dsz)和总经理(Wage_zjl)薪酬总额的自然对数来衡量,它表示高管工作一年的经济回报。同时为缓解高管薪酬总额与公司绩效互为因果而产生的内生性问题,本文参考学者覃予和李宗彦(2020)的做法,以超前一期高管薪酬总额作为被解释变量。

2.解释变量。公司绩效(Performance),以净资产收益率(ROE)和经济增加值率(EVA)两个指标来表征,并选用总资产净利润率(ROA)做稳健性检验。ROE 衡量了国企运用自有资本的效率,反映了国企高管应用自有资本赚取利润的能力。EVA 考虑了股东权益资本的机会成本,使用其进行国企绩效的考核有助于弥补传统会计利润指标的缺陷,反映国企

高管真正为企业创造的价值。

3.控制变量。本文借鉴已有研究(曲亮等,2016;蒋泽芳和陈祖英,2019),分别控制公司治理、公司特征等方面可能对因变量产生影响的变量,如公司规模、资产负债率、成长性指标、董事会规模、监事会规模、第一大股东持股比例、公司成立年限、公司上市年限及两职合一。此外,为控制不同行业 and 不同年份对高管薪酬的影响,本文引入控制行业和年份的虚拟变量。各变量的具体定义及度量见表 1。

(三)模型构建

为考察国有企业不同类型高管的分成薪酬激励情况,以及不同功能类别和不同层级控制的国有企业在分成薪酬激励方面的异质性,本文借鉴学者刘坤鹏等(2017),李禹桥和陈林(2020)已有的研究,设定如下模型实证检验国企高管的分成薪酬激励情况。

$$Wage_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Performance_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 BOD_{i,t} + \beta_6 BOS_{i,t} + \beta_7 TopHold_{i,t} + \beta_8 Year1_{i,t} +$$

表 1 变量定义与度量

变量类型	变量符号	变量名称	变量度量
被解释变量	Wage_dsz	董事长薪酬总额	董事长薪酬总额的自然对数
	Wage_zjl	总经理薪酬总额	总经理薪酬总额的自然对数
解释变量	ROE	净资产收益率	净利润 / 股东权益平均余额
	EVA	经济增加值率	经济增加值 / 总投资额
控制变量	Size	公司规模	资产总计的自然对数
	Lev	资产负债率	负债合计 / 资产总计
	Growth	成长性指标	营业收入增长率,即营业收入年度增加值 / 营业收入上年金额
	BOD	董事会规模	董事会人数的自然对数
	BOS	监事会规模	监事会人数的自然对数
	TopHold	第一大股东持股比例	第一大股东持股比率
	Year1	公司成立年限	公司成立年数的自然对数
	Year2	公司上市年限	公司上市年数的自然对数
	Dual	两职合一	董事长兼任总经理取值为 1, 否则为 0
	Industry	行业固定效应	行业虚拟变量
	Year	年度固定效应	年份虚拟变量

$$\beta_9 Year2_{it} + \beta_{10} Dual_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

其中 β_0 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_{10}$ 为各变量的回归系数, ε_{it} 为随机误差项。回归系数 β_1 体现薪酬绩效敏感度, 反映分成薪酬激励程度, 为下文实证分析部分所需关注的重点。首先进行 Chow 或 F 检验, 拒绝原假设, 应选用固定效应或随机效应模型。接着进行 Hausman 检验, 拒绝原假设, 即本文应选用固定效应模型进行接下来的实证分析。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

由表 2 可知, 董事长薪酬总额的自然对数 (Wage_dsz) 的标准差为 0.849, 最大值与最小值相差 4.94, 中位数 (13.450) 略大于均值 (13.420), 表明大部分国有企业的董事长薪酬总额在均值水平以上。而总经理薪酬总额的自然对数 (Wage_zjl) 的均值和中位数均为 13.460, 标准差为 0.761, 最大值与最小值相差 4.3。上述结果说明无论是董事长薪酬总额还是总经理薪酬总额, 不同国企上市公司之间的差异较为显著。

解释变量方面, 净资产收益率 (ROE) 的中位数 (0.070) 大于均值 (0.067), 表明大部分国有企业的 ROE 位于均值以上; ROE 的标准差为 0.113, 最大值与最小值差距悬殊, 为 1.981。而经济增加值率 (EVA) 的均值和中位数相当, 均为 0.002, 标准差为 0.073, 最大值与最小值的差距也较为明显, 为 1.29。上述结果意味着无论以何种指标表征公司绩效, 不同国企上市公司之间的差异显著。

此外, 为检验模型是否存在多重共线性, 本文对各主要变量进行了方差膨胀因子 (VIF) 诊断, 结果表明变量间最大的 VIF 值也小于 5, 即本文所构建的模型不存在严重的多重共线性。

(二) 回归分析

1. 国有企业不同类型高管分成薪酬激励的实证结果。表 3 的回归结果显示, 若以 ROE 度量公司绩效, ROE 与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数分别为 1.438、1.512, 且均在 1% 水平上显著。同样, 以 EVA 度量公司绩效, EVA 与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数分别为 2.183、2.295, 亦均在 1% 水平上显著。即无论以何种指标表征公司绩效, 公司绩效与董事长、总经理薪酬总额的回归系数均显著为正。但在

表 2 主要变量的描述性统计

变量名称	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Wage_dsz	1426	13.420	13.450	0.849	10.490	15.430
Wage_zjl	1426	13.460	13.460	0.761	11.120	15.420
ROE	1426	0.067	0.070	0.113	-0.998	0.983
EVA	1426	0.002	0.002	0.073	-0.968	0.322
Size	1426	22.820	22.630	1.409	18.370	28.060
Lev	1426	0.492	0.501	0.201	0.038	0.985
Growth	1426	0.192	0.091	1.106	-0.869	31.500
BOD	1426	2.185	2.197	0.194	1.609	2.708
BOS	1426	1.361	1.099	0.298	0.000	2.485
TopHold	1426	0.360	0.338	0.148	0.030	0.825
Year1	1426	2.941	2.944	0.279	1.609	3.932
Year2	1426	2.501	2.773	0.700	0.000	3.296
Dual	1426	0.166	0	0.372	0	1

表 3 不同类型高管与分成薪酬激励

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Wage_dsz 为被解释变量		Wage_zjl 为被解释变量	
ROE	1.438*** (0.281)		1.512*** (0.250)	
EVA		2.183*** (0.427)		2.295*** (0.379)
Size	0.279*** (0.0281)	0.280*** (0.0280)	0.256*** (0.0239)	0.256*** (0.0239)
Lev	-0.955*** (0.206)	-0.934*** (0.206)	-0.574*** (0.162)	-0.552*** (0.160)
Growth	-0.0465 (0.0644)	-0.0433 (0.0645)	-0.0317 (0.0489)	-0.0284 (0.0483)
BOD	0.363** (0.160)	0.344** (0.160)	0.124 (0.117)	0.104 (0.118)
BOS	-0.133 (0.0965)	-0.130 (0.0968)	-0.0334 (0.0881)	-0.0306 (0.0886)
TopHold	-0.754*** (0.219)	-0.749*** (0.217)	-0.827*** (0.180)	-0.822*** (0.179)
Year1	0.268** (0.125)	0.274** (0.124)	0.226** (0.109)	0.232** (0.108)
Year2	-0.125*** (0.0402)	-0.119*** (0.0400)	-0.113*** (0.0368)	-0.107*** (0.0365)
Dual	0.124* (0.0722)	0.121* (0.0717)	-0.00479 (0.0684)	-0.00801 (0.0676)
Cons	6.596*** (0.715)	6.666*** (0.722)	7.503*** (0.586)	7.578*** (0.593)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	1426	1426	1426	1426
F	17.94	18.03	21.91	22.08
Adj_R ²	0.292	0.293	0.367	0.368

注:括号内为以公司为聚类的稳健标准误。***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。下文各回归结果皆按此方法操作,故下文各表不再赘述。

进一步的 Suest 系数差异检验结果中,Chi-square 值分别为 2.40、2.08,对应的 p 值为 0.1213、0.1493,即在统计意义上,无论以何种指标表征公司绩效,国有企业董事长、总经理的分成薪酬激励不存在显著差异,即假设 1 不成立。

本文认为可能的原因在于,董事长类公务员型高管、总经理类职业经理人型高管虽在职责分工与选聘考核机制方面存在差异,但本质上都是国有资本的代理人,在分成薪酬的契约设计下,都有责任与动力追求实现国有资本的保值增值,提高国企的经营管理效率。且职业经理人制度虽自 2016 年已开始试点实施,但各地改革进度不一致,部分地区仍存在着行政委派占主导的现象。以沈阳为例,

2019 年 9 月才全面开启沈阳市属国企市场化选聘经理层工作,全面推行经理层市场化选聘与契约化管理。这也是造成这两类国企高管的分成薪酬激励不存在显著差异的一个重要原因。

2.不同功能类别的国有企业高管分成薪酬激励的差异性结果。表 4 和表 5 的异质性回归结果表明,当国有企业属于非竞争性时,公司绩效的代理变量 ROE、EVA 对 Wage_dsz 不存在显著影响,对 Wage_zjl 在 10%水平上显著正相关。而当国有企业为竞争性时,ROE、EVA 与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数均在 1%水平上显著正相关。且无论以何种指标表征公司绩效,竞争性国企的公司绩效与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数均高于非竞争性

表 4 不同功能类别的国企与分成薪酬激励

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Wage_dsz 为被解释变量			
	竞争性	非竞争性	竞争性	非竞争性
ROE	1.596*** (0.308)	0.742 (0.631)		
EVA			2.266*** (0.459)	1.279 (1.188)
Size	0.280*** (0.0315)	0.298*** (0.0526)	0.281*** (0.0316)	0.302*** (0.0529)
Lev	-0.973*** (0.232)	-0.785** (0.350)	-0.943*** (0.233)	-0.816* (0.340)*
Growth	-0.0247 (0.0639)	-0.232 (0.264)	-0.0179 (0.0637)	-0.231 (0.266)
BOD	0.353* (0.183)	0.162 (0.288)	0.337* (0.184)	0.144 (0.289)
BOS(0.106)	-0.0863 (0.231)	-0.169 (0.107)	-0.0882 (0.231)	-0.159
TopHold	-0.707*** (0.247)	-1.397*** (0.455)	-0.689*** (0.245)	-1.400*** (0.452)
Year1	0.285** (0.137)	0.138 (0.305)	0.293** (0.136)	0.142 (0.306)
Year2	-0.132*** (0.0439)	-0.124 (0.0957)	-0.126*** (0.0438)	-0.122 (0.0962)
Dual	0.168** (0.0798)	-0.0526 (0.179)	0.167** (0.0792)	-0.0561 (0.181)
Cons	6.502*** (0.817)	7.131*** (1.464)	6.547*** (0.825)	7.130*** (1.469)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	1176	250	1176	250
F	15.69	4.834	15.48	4.827
Adj_R ²	0.292	0.318	0.292	0.317
经验 p 值	0.001***		0.002***	

注：“经验 p 值”用于检验组间 ROE、EVA 系数差异的显著性，通过自体抽样(Bootstrap)1000 次得到，下同。

国企。

参考借鉴学者 Cleary (1999)，连玉君等 (2008,2010)的做法，使用 Fisher's Permutation test 方法进行组间系数差异检验，经由 Bootstrap 法得到的经验 p 值则进一步证实了上述差异在统计上的显著性：当采用不同功能类别作为分组依据时，对应的经验 p 值分别为 0.001、0.002、0.000 和 0.006，即均在 1%水平上显著。因此，相较于非竞争性国企，竞争性国企的董事长、总经理的分成薪酬激励程度更高，即假设 2 成立。

3.不同层级控制的国有企业高管分成薪酬激励

的差异性结果。表 6 和表 7 的差异性回归结果显示，当国有企业为央企时，公司绩效的代理变量 ROE 与 Wage_dsz 的回归系数在 10%水平上显著正相关，EVA 与 Wage_dsz 不存在显著影响；且 ROE、EVA 与 Wage_zjl 均不存在显著影响。而当国有企业属于地方国企时，ROE、EVA 与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数均在 1%水平上显著正相关。且无论以何种指标表征公司绩效，地方国企的公司绩效与 Wage_dsz、Wage_zjl 的回归系数均高于央企。

在进一步的 Fisher's Permutation test 结果中，对应的经验 p 值分别为 0.011、0.002、0.003 和 0.001，

表 5 不同功能类别的国企与分成薪酬激励

	(5)	(6)	(7)	(8)
	Wage_zjl 为被解释变量			
	竞争性	非竞争性	竞争性	非竞争性
ROE	1.688*** (0.286)	0.880* (0.503)		
EVA			2.405*** (0.419)	1.610* (0.927)
Size	0.252*** (0.0271)	0.242*** (0.0389)	0.253*** (0.0272)	0.245*** (0.0391)
Lev	-0.530*** (0.183)	-0.708*** (0.263)	-0.498*** (0.182)	-0.736*** (0.261)
Growth	0.00144 (0.0485)	-0.281** (0.138)	0.00850 (0.0473)	-0.282** (0.139)
BOD	0.0729 (0.128)	0.160 (0.236)	0.0557 (0.129)	0.138 (0.236)
BOS	-0.00645 (0.0971)	-0.110 (0.187)	-0.00843 (0.0975)	-0.0971 (0.186)
TopHold	-0.813*** (0.208)	-1.121*** (0.348)	-0.795*** (0.208)	-1.129*** (0.348)
Year1	0.184 (0.119)	0.505** (0.232)	0.193 (0.118)	0.508** (0.231)
Year2	-0.116*** (0.0403)	-0.154* (0.0819)	-0.109*** (0.0402)	-0.150* (0.0809)
Dual	0.0549 (0.0761)	-0.290** (0.128)	0.0539 (0.0754)	-0.293** (0.128)
Cons	7.775*** (0.660)	7.226*** (1.113)	7.825*** (0.671)	7.242*** (1.109)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	1176	250	1176	250
F	19.17	7.147	18.85	7.457
Adj_R ²	0.357	0.459	0.357	0.460
经验 p 值	0.000***		0.006***	

即分别在 5%、1%水平上显著,说明国企不同类型高管在不同层级控制国企中的分成薪酬激励存在显著差异。相较于央企,地方国企的董事长、总经理的分成薪酬激励程度更高,即假设 3 成立。

(三)稳健性检验

本文通过变量替换法来进行稳健性检验。鉴于总资产净利润率(ROA)以净利润的形式衡量了国企资金的回报水平,从整体上反映了国企高管的资产运营效率和经营盈利能力,该指标可真实反映公司经营绩效水平。因此本文利用 ROA 作为公司绩

①由于篇幅所限,稳健性检验结果未在文中汇报。

效的替代变量进行检验,检验结果^①表明结论并无实质性变化,这表明本文的研究结论比较稳健。

五、结论与建议

本文利用 2015 年-2019 年沪深两市 A 股国有上市公司的样本数据,实证考察和分析了国有企业高管分成薪酬的激励情况。文章首先利用固定效应模型对全样本进行回归分析,再将样本分为竞争性国企和非竞争性国企、央企和地方国企进行分组回归检验。主要结论如下:

1.国有上市公司不同类型高管的分成薪酬激励

表6 不同层级控制的国企与分成薪酬激励

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Wage_dsz 为被解释变量			
	央企	地方国企	央企	地方国企
ROE	0.801*(0.467)	1.471*** (0.323)		
EVA			0.939(0.958)	2.110*** (0.451)
Size	0.127*** (0.0395)	0.342*** (0.0345)	0.133*** (0.0387)	0.340*** (0.0350)
Lev	-1.144** (0.464)	-0.998*** (0.218)	-1.172** (0.467)	-0.971*** (0.216)
Growth	-0.0623 (0.147)	-0.0421 (0.0667)	-0.0554 (0.145)	-0.0339 (0.0669)
BOD	0.721* (0.400)	0.332** (0.142)	0.715* (0.403)	0.308** (0.143)
BOS	-0.127 (0.195)	-0.154 (0.107)	-0.115 (0.196)	-0.153 (0.108)
TopHold	0.201 (0.420)	-0.966*** (0.255)	0.208 (0.423)	-0.960*** (0.253)
Year1	0.640*** (0.229)	0.0903 (0.146)	0.651*** (0.231)	0.0950 (0.145)
Year2	-0.105 (0.0854)	-0.130*** (0.0456)	-0.109 (0.0856)	-0.122*** (0.0451)
Dual	0.328** (0.133)	0.0822 (0.0825)	0.312** (0.130)	0.0839 (0.0826)
Cons	8.098*** (1.382)	5.854*** (0.826)	7.993*** (1.373)	5.990*** (0.826)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	376	1050	376	1050
F	3.156	17.37	2.931	17.35
Adj_R ²	0.180	0.376	0.177	0.375
经验 p 值	0.011**		0.002***	

均显著为正,但董事长、总经理的分成薪酬激励不存在显著差异。因此需继续深入推进国企高管的薪酬结构改革与市场化选聘职业经理人制度,通过分成制薪酬设计与差异化薪酬分配制度,实现国企高管薪酬的动态管理,激发高管潜在人力资本价值,最大化发挥分成薪酬契约的激励作用。

2.国有上市公司在分成薪酬激励呈现出分类治理的差异。竞争性国企的董事长、总经理的分成薪酬激励程度显著高于非竞争性国企。故应充分考虑国有企业所属功能和类别的不同,根据其所承担的发展目标、社会责任、政府任务等方面,实行差异化

激励约束机制。

3.不同层级控制的国有上市公司在分成薪酬激励存在显著差异。地方国企的董事长、总经理的分成薪酬激励程度显著高于中央国企。因而需在比较探析不同政府层级控制的国企在人事选拔、激励偏好等方面的异质性基础上,合理设置分成薪酬契约,突出不同的考核与激励重点。

总之,国有企业高管的分成薪酬激励契约的设计,需在正确认识和理解国有企业特点的基础上,立足分类激励视角,针对不同功能类别和不同层级控制的国有企业,设计差异化的薪酬分配与激励契

表 7 不同层级控制的国企与分成薪酬激励

	(5)	(6)	(7)	(8)
	Wage_zjl 为被解释变量			
	央企	地方国企	央企	地方国企
ROE	0.764(0.474)	1.529 ^{**} (0.293)		
EVA			1.111(0.895)	2.205 ^{***} (0.419)
Size	0.123 ^{**} (0.0379)	0.310 ^{***} (0.0289)	0.129 ^{***} (0.0375)	0.308 ^{***} (0.0297)
Lev	-0.470(0.340)	-0.747 ^{***} (0.189)	-0.490(0.339)	-0.718 ^{***} (0.188)
Growth	0.0481(0.0895)	-0.0441(0.0563)	0.0494(0.0889)	-0.0360(0.0552)
BOD	0.219(0.243)	0.121(0.137)	0.212(0.246)	0.0957(0.140)
BOS	-0.187(0.183)	0.0352(0.102)	-0.178(0.184)	0.0367(0.103)
TopHold	-0.219(0.342)	-1.048 ^{***} (0.214)	-0.220(0.345)	-1.041 ^{***} (0.214)
Year1	0.415 ^{**} (0.174)	0.122(0.140)	0.428 ^{**} (0.174)	0.126(0.139)
Year2	-0.126 ^{**} (0.0630)	-0.0901 ^{**} (0.0458)	-0.128 ^{**} (0.0624)	-0.0816 [*] (0.0452)
Dual	-0.000191(0.145)	-0.0132(0.0773)	-0.0140(0.142)	-0.0114(0.0773)
Cons	10.000 ^{***} (1.074)	6.532 ^{***} (0.718)	9.886 ^{***} (1.074)	6.680 ^{***} (0.733)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	376	1050	376	1050
F	2.651	22.14	2.634	21.91
Adj_R ²	0.285	0.408	0.284	0.407
经验 p 值	0.003 ^{***}		0.001 ^{***}	

约,实行有效的激励机制,以此为核心,构建完善的国有企业分类治理体系,切实提升国有企业的经营绩效。

参考文献:

- [1] Cheung S.The Theory of Share Tenancy[M].University of Chicago Press,1969.
- [2] 刘泽双,白霞.企业薪酬安排方式的相机选择分析——基于所有者与经理人力资本在企业发展中相对重要性的变化[J].南开管理评论,2008(05):73-78.
- [3] 肖坤.高管薪酬对公司业绩激励效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J].经济问题,2014(08):113-117.
- [4] 王蓉,李婷,富强.佃农理论、要素异质性与国企分成契约选择[J].地方财政研究,2020(11):105-112.
- [5] Murphy,K.J.Corporate performance and managerial remuneration[J].Journal of Accounting & Economics,1985(7):11-42.
- [6] Kevin,J.CEO Compensation and Company Performance[J].Business and Economics Journal,2011(31):1-8.
- [7] 张燕红.高管薪酬激励对企业绩效的影响[J].经济问题,

- 2016(6):116-120.
- [8] 蒋泽芳,陈祖英.高管薪酬、股权集中度与企业绩效[J].财会通讯,2019(18):64-68.
- [9] Tosi H,Wemer S,Katz J and Gomez-Mwija L.How Much Does Performance Matter?A Meta-Analysis of CEO Pay Studies[J].Journal of Management,2004(4):301-339.
- [10] Firth M,Fung P,Rui O.Corporate Performance and CEO Compensation in China [J].Journal of Corporate Finance,2006,12(4):693-714.
- [11] 李增泉.激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J].会计研究,2000(01):24-30.
- [12] 谌新民,刘善敏.上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J].经济研究,2003(08):55-63+92.
- [13] Joyce W B.Return and Reward:Bank Performance and CEO Compensation[J].American Business Review,2001(2):93-99.
- [14] 刘绍妮,王大艳.高管薪酬与公司绩效:国有与非国有上市公司的实证比较研究[J].中国软科学,2013(02):90-101.
- [15] 曲亮,马帅,张书元.分类治理视角下国有企业高管薪酬激励机制研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(06):74-82.
- [16] 赵金鑫,金鹏剑.中央与地方国有企业经理人的最优激励选择——来自上市企业的证据[J].武汉金融,2019(06):14-21.
- [17] 石冠儒.国有企业高层管理者激励机制论略[J].山东社会科学,2017(03):139-142.
- [18] 杜勇,张路.行政干预、晋升激励与过度投资[J].北京工商大学学报(社会科学版),2020,35(06):68-79.
- [19] 黄群慧.地方国资国企改革的进展、问题与方向[J].中州学刊,2015(05):24-31.
- [20] 魏明海,蔡贵龙,柳建华.中国国有上市公司分类治理研究[J].中山大学学报(社会科学版),2017,57(04):175-192.
- [21] 陈霞,马连福,丁振松.国企分类治理、政府控制与高管薪酬激励——基于中国上市公司的实证研究[J].管理评论,2017,29(03):147-156.
- [22] 邵宁.国有企业下一步改革的方向与路径[J].中国机构改革与管理,2012(02):18-20.
- [23] 鄢伟波,邓晓兰.管制还是市场化?——国企高管运气薪酬的成因与改革下一步[J].经济社会体制比较,2019(01):30-40.
- [24] 李禹桥,陈林.国有企业分类改革与高管薪酬[J].暨南学报(哲学社会科学版),2020,42(04):14-25.
- [25] 魏峰,荣兆梓.竞争性领域国有企业与非国有企业技术效率的比较和分析——基于2000-2009年20个工业细分行业的研究[J].经济评论,2012(03):75-81.
- [26] 聂海峰,岳希明.对垄断行业高收入合理性问题的再讨论——基于企业-职工匹配数据的分析[J].财贸经济,2016(05):22-36.
- [27] 江伟,姚文韬.企业创新与高管薪酬-业绩敏感性——基于国有上市公司的经验研究[J].经济管理,2015,37(05):63-73.
- [28] 覃予,李宗彦.腐败治理能改善国企高管双重激励的效率吗?——基于高官落马视角的实证研究[J].当代经济管理,2020,42(01):22-33.
- [29] 韩静.限薪令下国企高管薪酬、内部控制与企业绩效相关性研究[J].财会通讯,2017(15):98-101.
- [30] 狄为,陈佳,李莹.EVA考核对企业代理成本的影响程度研究——基于我国上市央企的实证分析[J].会计之友,2017(21):69-74.
- [31] 刘坤鹏,张先治,李庆华.管理层权力、预期业绩与薪酬契约有效性[J].商业研究,2017(10):87-95.
- [32] Cleary S.The relationship between firm investment and financial status[J].Journal of Finance,1999,54(2):673-692.
- [33] 连玉君,苏治,丁志国.现金-现金流敏感性能检验融资约束假说吗?[J].统计研究,2008(10):92-99.
- [34] 连玉君,彭方平,苏治.融资约束与流动性管理行为[J].金融研究,2010(10):158-171.
- [35] 马强.基于薪酬辩护论的垄断国企高管薪酬业绩敏感性研究[J].南通大学学报(社会科学版),2017,33(06):103-110.

【责任编辑 郭艳娇】